



Japón: la recuperación económica interminable

*Pablo Bustelo **

Tema: El año 2006 y los primeros meses de 2007 han confirmado que la recuperación económica de Japón es todavía frágil. La razón principal es que el consumo privado ha vuelto a mostrar signos de atonía, tras dos años de evolución alentadora. Las perspectivas a corto plazo se ven enturbiadas por el signo restrictivo de la política fiscal y por las diferencias entre el Gobierno y el banco central sobre el rumbo que debe tomar la política monetaria.

Resumen: Este análisis expone, en primer lugar, los decepcionantes resultados económicos de Japón en 2006. En segundo término, argumenta que la atonía del consumo es la causa principal de esa evolución, aunque hay que tener en cuenta igualmente una política fiscal que ha seguido siendo restrictiva y una política monetaria que ha comenzado a serlo. En tercer lugar, el análisis aborda las previsiones para 2007 y los riesgos a corto plazo, que son principalmente el eventual regreso de la deflación y la posible apreciación del yen. Finalmente, se señalan dos serios desafíos a medio y largo plazo: el envejecimiento demográfico y la delicada situación presupuestaria.

Análisis: Japón no termina de salir de la recesión, pese a que han transcurrido nada menos que quince años desde que se inició su crisis económica.

Es cierto que desde 2004 las tasas de crecimiento del PIB han sido relativamente altas (una media anual del 2,4% en 2004-2006) en comparación con el estancamiento de los dos trienios anteriores (0,8% en 2001-2003 y 0,3% en 1998-2000). Sin embargo, una tasa del 2,4% es muy baja en comparación no sólo con la registrada por el país hasta principios de los años noventa (4,1% de media anual en 1982-1991) sino también con la alcanzada por EEUU en 2004-2006, que ha rondado el 3,5%. Además, en Asia oriental, el bajo crecimiento de Japón contrasta con la fuerte expansión de China, Vietnam, Malasia, Singapur, Taiwán y Corea del Sur, entre otras economías emergentes. Según un reciente informe del Banco Asiático de Desarrollo, el conjunto de Asia-Pacífico, sin contar Japón, creció a una tasa anual media del 8% en 2004-2006.

Por añadidura, hasta hace poco las cosas parecían bien encarriladas, como puede verse en la Tabla 1. La expansión de 2004, del 2,7%, no estuvo bien distribuida, porque era una recuperación basada únicamente en las exportaciones, pero en 2005 empezaron a mostrar signos alentadores tanto la inversión como el consumo privado. De ahí que a principios de 2006 muchos analistas lanzaran las campanas al vuelo y anunciaran el fin de la recesión. Desgraciadamente, en el conjunto del año 2006, aunque la inversión ha continuado mostrando una gran vitalidad, el consumo no ha mantenido la velocidad del año anterior. Lo que está ocurriendo, pues, es que la recuperación japonesa, que debería descansar en el consumo, la inversión y las exportaciones para ser sólida, carece todavía del apoyo del consumo privado, que representa más de la mitad del PIB.

* Investigador principal de Asia-Pacífico, Real Instituto Elcano, y profesor titular de Economía Aplicada en la Universidad Complutense de Madrid

Tabla 1. Tasas de crecimiento de algunos indicadores macroeconómicos de Japón, 2003-2008

	2003	2004	2005	2006	2007p	2008p
PIB	1,4	2,7	1,9	2,2	2,0	2,4
Consumo privado	0,4	1,6	1,6	0,9	1,4	1,9
Inversión privada no residencial	4,4	5,6	6,6	7,6	5,8	7,0
Exportaciones	9,2	13,9	7,0	9,5	2,9	5,9
Importaciones	3,9	8,1	5,8	4,5	1,2	6,8

Nota: las previsiones para 2007 y 2008 son de principios de abril de 2007.

Fuentes: Oficina de Estadísticas de Japón para 2003-2006 y previsiones de Credit Suisse para 2007 y 2008.

El consumo y las políticas fiscal y monetaria

Las causas principales de la atonía del consumo son diversas. En primer lugar, el aumento de los beneficios de las empresas no se ha trasladado plenamente a los salarios. En segundo término, el incremento de las retribuciones de los empleados no se ha manifestado en un aumento equivalente del consumo, ya que los japoneses prefieren ahorrar, entre otras razones porque son conscientes del envejecimiento demográfico y del elevado endeudamiento público, factores que anuncian futuras alzas en las cargas familiares, en las cotizaciones a la seguridad social y en los impuestos. En tercer lugar, las tendencias deflacionarias, que siguen presentes pese a la evolución positiva de los últimos meses, hacen que se posponga el consumo.

Además, el Gobierno no está en condiciones de cebar la bomba del crecimiento con un mayor gasto público o con menores impuestos. Japón, como es sabido, tiene un alto déficit presupuestario, resultado de muchos años de políticas fiscales expansivas. La deuda pública es enorme (182% del PIB en 2006, el triple que en EEUU). Como la población está envejeciendo muy rápidamente, el Gobierno se enfrenta a gastos potenciales muy elevados en pensiones y sanidad, de manera que no puede mantener el desequilibrio presupuestario y la deuda pública en los niveles actuales. En definitiva, la política fiscal es y será anti-cíclica, esto es, obligadamente restrictiva cuando debiera ser expansiva.

Por añadidura, la estrategia política para impulsar el crecimiento dista de estar clara y de ser homogénea entre los distintos estamentos de las autoridades. El Gobierno, como es natural, quiere que la política monetaria sea lo más expansiva posible, es decir, que el Banco de Japón no aumente los tipos de interés o lo haga muy moderadamente hasta que la recuperación esté definitivamente consolidada. El Gobierno del primer ministro Abe se enfrenta además a unas importantes elecciones para la Cámara Alta del Parlamento en julio de este año. Algunos analistas han pedido incluso al Banco de Japón que mantenga estables los tipos de interés durante varios años, para contrarrestar una necesariamente fuerte consolidación presupuestaria.

Por su parte, el banco central considera, como todos sus homólogos, que su principal tarea es la lucha contra la inflación y tiene, además, un gran temor a que se cree de nuevo una burbuja de activos (bursátiles e inmobiliarios), como ocurrió a finales de los años ochenta y principios de los noventa. Como es bien conocido, aquella burbuja fue el resultado de la política monetaria muy laxa, lo que fomentó una fuerte inversión en acciones y propiedad inmobiliaria, y acabó explotando en 1992. Así, en la actualidad el Banco de Japón se ha propuesto aumentar gradualmente los tipos de interés a medida que crezca la economía y aumenten los precios. Tras cinco años de tipos nulos, el Banco de Japón los aumentó al 0,25% en julio de 2006 y al 0,50% en febrero de 2007.

Las previsiones para 2007 y los riesgos a corto plazo

Tras un crecimiento del 2,2% en 2006, las previsiones apuntan por el momento a una expansión algo menor en 2007.

El consumo privado seguirá probablemente mostrando debilidad durante 2007, a causa principalmente del incremento moderado de los salarios, de la gran incertidumbre sobre la evolución de los precios y de la inercia ahorradora de la población. El aumento de las

exportaciones será también seguramente menor en 2007 que en 2006 por la previsible apreciación del yen, la desaceleración del crecimiento en EEUU y el enfriamiento en China. En cuanto a la política monetaria, seguirá siendo crecientemente restrictiva y no cabe descartar una o varias alzas de los tipos de interés durante 2007, lo que afectará negativamente a la inversión. La mayoría de los analistas prevé que el Banco de Japón aumentará dos veces los tipos hasta alcanzar, como mínimo, el 1% en el primer trimestre de 2008.

Las previsiones para el año en curso y para 2008 de Credit Suisse a principios de abril de 2007 figuran en las dos últimas columnas de la Tabla 1. Con arreglo a esas previsiones, el crecimiento del PIB será del 2% en 2007, porque se desacelerará el incremento de la inversión y, sobre todo, de las exportaciones. El mejor comportamiento del consumo privado no será suficiente para compensar esas tendencias negativas. Credit Suisse anticipa cierta recuperación de la inversión y de las exportaciones en 2008, lo que arrojaría un crecimiento del PIB del 2,4%.

Hay que tener en cuenta que desde 2007-2008 habrá, sin embargo, un factor estructural positivo, que es el comienzo de la jubilación masiva de la generación nacida durante el *baby boom* posterior a la segunda guerra mundial. Tal cosa podría tener dos efectos favorables para el crecimiento, como son un incremento del consumo y una reducción de la masa salarial distribuida por las empresas, lo que aumentaría sus beneficios.

En cualquier caso, el gran interrogante es si en los próximos ejercicios la economía japonesa será capaz de anular los dos grandes cortocircuitos que dificultan su plena recuperación. El primero es el que impide que el aumento de los beneficios empresariales se traslade plenamente a un crecimiento de los salarios. El segundo es el que no permite que el aumento de los ingresos de los asalariados se manifieste plenamente en un crecimiento del consumo. Muchas empresas tienden a crear puestos de trabajo en países de bajos salarios en lugar de aumentar las retribuciones de sus empleados en Japón. Los asalariados no se lanzan a consumir porque, entre otras razones, observan que continúan las tendencias deflacionarias y temen que el envejecimiento demográfico y la alta deuda pública les supongan más cargas familiares e impositivas.

Además, no cabe descartar que se manifiesten riesgos considerables a corto plazo. Entre esos riesgos hay dos principales y tres de menor importancia.

El primer riesgo principal es que vuelva a aparecer claramente la deflación tras varios meses seguidos con una variación de los precios igual o superior a cero. Enero de 2007 fue el octavo mes consecutivo de variación nula o positiva del IPC subyacente (sin contar los alimentos frescos pero incluyendo la energía). Además, el precio de la vivienda creció en 2006, por primera vez en 16 años. Sin embargo, en febrero de este año el IPC subyacente volvió a disminuir.

Si la variación del IPC subyacente pasara a ser negativa durante varios meses seguidos, las cosas se complicarían sustancialmente. La deflación podría reaparecer si el crecimiento del PIB fuera menor del anticipado, si se acentuara el descenso de los precios del petróleo y, sobre todo, si el Banco de Japón decidiera aumentar los tipos de interés más de lo necesario o antes de tiempo. En el contexto actual, muchos analistas consideran que las autoridades monetarias deberían ser extremadamente prudentes y esperar, para incrementar otra vez los tipos, a que las tendencias inflacionarias se consoliden de manera más evidente.

El segundo riesgo principal es que se produzca una apreciación significativa del yen, lo que perjudicaría a las empresas exportadoras. La apreciación del yen tendría además otro efecto negativo, el de abaratar las importaciones y contener, por tanto, el crecimiento de los precios. En un contexto de deflación o de muy baja inflación, lo ideal sería que la moneda se depreciase, con el fin de encarecer las importaciones. Hasta el primer trimestre de 2007, con la excepción del mes de marzo de 2007, el yen se había depreciado sustancialmente, especialmente si se mide su tipo de cambio ponderado por el comercio exterior. En febrero de 2007, el yen, según su cotización con arreglo al tipo de cambio efectivo real, alcanzó su menor nivel de los últimos veinte años. Las

cosas, sin embargo, podrían cambiar. El aumento del valor internacional del yen, especialmente con respecto al dólar, podría producirse si se estrechara el diferencial de tipos entre Japón y EEUU, al aumentar los suyos el Banco de Japón y reducir los suyos la Reserva Federal. A principios de abril de 2007, el tipo de referencia era del 0,50% en Japón y del 5,25% en EEUU. Si la diferencia entre ambos tipos se redujese, tal cosa provocaría una menor salida de capital desde Japón y haría disminuir la demanda japonesa de moneda extranjera, lo que, en ausencia de intervenciones correctoras del banco central, apreciaría el yen. En particular, un menor diferencial de tipos reduciría lo que se denomina *carry trade*, que es la operación que consiste en tomar prestado en yenes, a muy bajos tipos de interés, para invertir en activos denominados en dólares, euros u otras monedas, con mayor rendimiento. Esa operación hace aumentar la oferta de yenes en los mercados de divisas y provoca, por tanto, una disminución del valor de la divisa nipona. Otros factores de una eventual apreciación del yen podrían ser un déficit corriente en EEUU mayor de lo esperado o una recesión en la economía estadounidense (lo que haría caer al dólar, especialmente si bajaran los tipos de interés), así como una creciente diversificación de las reservas en divisas de los bancos centrales de otros países asiáticos hacia monedas distintas del dólar, entre las que se podría encontrar el propio yen.

Además, existen otros riesgos menores: una desaceleración del consumo en EEUU mayor de la esperada; un aumento de los precios del petróleo y de otras materias primas, por factores geopolíticos; y nuevas convulsiones bursátiles (baste recordar que en la primera semana de marzo de 2007 el índice Nikkei 225 perdió un 5%).

Desafíos a medio y largo plazo

Además de los riesgos a corto plazo, la economía japonesa se enfrenta a desafíos muy graves a medio y largo plazo.

El primero es el envejecimiento de la población. Nada menos que una quinta parte de la población tiene 65 años o más. Las razones principales del envejecimiento demográfico son la baja tasa de fecundidad (1,29 hijos por mujer en edad de procrear en 2006, muy por debajo de la tasa de reemplazo generacional de 2,1) y la muy elevada esperanza de vida al nacer (85,5 años para las mujeres, la mayor del mundo, y 78,5 años para los varones, la tercera mayor del mundo). A esos dos factores se suma la muy escasa inmigración.

La población total del país ha empezado incluso a reducirse desde 2005 después de que la población activa comenzase a disminuir a finales de los años noventa. El envejecimiento y la reducción de la población activa tienen efectos negativos notables: exigen un aumento considerable de los gastos en pensiones y sanidad; reducen la tasa de ahorro entre los jubilados; provocan una disminución del consumo entre los activos; hacen aumentar la tasa de dependencia (medida como población anciana con respecto a población activa), etc.

El Gobierno japonés ha empezado a tomar medidas para frenar el envejecimiento, con incentivos para que aumente la fecundidad y con una apertura ligeramente mayor a la inmigración. Sin embargo, se prevé que la tasa de fecundidad siga cayendo (será previsiblemente de 1,21 hijos por mujer en 2012) y no parece realista anticipar un fuerte incremento del número de inmigrantes en una sociedad tan cerrada como la japonesa.

Algunos especialistas y políticos creen que es necesario retrasar la edad de jubilación e incluso hacerse a la idea de que el descenso de la población total es incluso positivo, dada la elevada densidad demográfica del país (343 habitantes por km², una de las más altas del mundo) y a la vista de que Japón debe importar el 60% de los alimentos que consume.

Con todo, la pasividad ante el envejecimiento podría resultar muy peligrosa. Japón necesita recibir más inmigrantes, aumentar la productividad del trabajo de manera más rápida (en los últimos diez años, ese incremento ha rondado una tasa anual media del 2,4%, frente al 4,1% en EEUU o al 3,4% en Europa occidental) y acrecer la tasa de actividad femenina, que sigue siendo diez puntos más

baja que en EEUU.

El segundo problema a medio y largo plazo es la delicada situación presupuestaria. Pese a varios años de consolidación, el déficit público sigue superando el 5% del PIB mientras que la deuda pública en 2006 fue del 182% del PIB, la mayor del mundo desarrollado. El Gobierno se ha fijado como meta llegar a un superávit público primario (esto es, sin contar el pago de intereses) hacia 2011-2012. La administración del primer ministro Abe cree, por el momento, que tal meta podría alcanzarse sin aumentar los impuestos, esto es, únicamente con una reducción del gasto público. Sin embargo, esa previsión descansa en una expectativa de crecimiento del PIB que podría finalmente ser demasiado optimista. En tal caso, sería necesario un incremento de los impuestos, especialmente del IVA, lo que afectaría muy negativamente al consumo.

La consolidación fiscal es imprescindible en un país que se enfrenta simultáneamente a un envejecimiento demográfico y al aumento de los tipos de interés. El primer factor hará aumentar el gasto público en pensiones y sanidad mientras que el alza de los tipos, que se producirá a medida que se salga de la deflación y aumenten los precios de manera sostenida, supondrá un mayor coste en concepto de pago de intereses de la deuda pública.

Conclusiones: De lo expuesto en las páginas anteriores se desprenden varias conclusiones principales.

En primer lugar, pese a los signos alentadores de 2005, la economía japonesa ha tenido en 2006 una evolución decepcionante, debida sobre todo a que el consumo privado ha vuelto a mostrar una considerable atonía.

En segundo término, el crecimiento del PIB en 2007 será posiblemente menor incluso que el de 2006, por la desaceleración del crecimiento de la inversión y de las exportaciones, en un contexto de endurecimiento de la política monetaria y de apreciación del yen.

En tercer lugar, las previsiones a medio y largo plazo no son, al menos por el momento, muy prometedoras, dadas las dos tendencias adversas de fondo: el envejecimiento demográfico y la delicada situación presupuestaria.

En suma, pese a algunos síntomas alentadores, no parece, al menos en el corto plazo, que la economía japonesa sea capaz de salir definitivamente de una recesión que se inició hace nada menos que quince años. Quizá haya que acostumbrarse a que el PIB de la segunda mayor economía del mundo crezca a una tasa de apenas el 2% o el 2,5% durante bastantes años más.

Pablo Bustelo

Investigador principal de Asia-Pacífico, Real Instituto Elcano, y profesor titular de Economía Aplicada en la Universidad Complutense de Madrid